

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620131152111

UDC_____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

企业社会责任报告发布对股票价格影响的实证研究

An Empirical Research on the Impact of Releasing
Corporate Social Responsibility Report on Stock Price

张一

指导教师姓名: 郭 晔 教 授

专 业 名 称: 国 际 金 融 学

论文提交日期: 2016 年 4 月

论文答辩时间: 2016 年 4 月

学位授予日期: 2016 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

从 2006 年中国企业社会责任元年算起，企业社会责任报告在我国的发展迎来第十个年头。近年来，国内关于企业社会责任报告的指引和法规相继出台，各级政府、资本市场等各方力量对于我国企业社会责任的关注度达到了前所未有的高度。作为公司经济、社会和环境信息集中披露的载体，企业社会责任报告的首要任务就是要把企业的社会责任信息传递给公司的内外部利益相关方。从国际经验来看，随着社会责任的发展和资本市场的成熟，投资者将愈发重视企业社会责任信息的披露，资本市场对于企业社会责任报告的需求也将日益显现。本文以我国公司发布的企业社会责任报告为研究对象，对于社会责任报告发布与公司股价表现之间的关系进行研究，这一研究方向很有现实意义。

本文以 2010 年至 2014 年我国 A 股上市公司为样本，运用事件分析法和考虑聚类稳健标准误的双向固定效应模型两种方法实证分析我国上市公司发布企业社会责任报告所引起的公司股价的反应以及社会责任报告质量高低对这种反应的影响。在利用事件分析法进行分析时，本文通过时间上的纵向比较和行业的横向比较，来研究公司股价对社会责任报告发布的反应敏感程度的变化趋势以及这种反应的行业差异性；而考虑聚类稳健标准误的双向固定效应模型则能够有效地排除扰动项自相关影响并将时间效应对回归关系的影响考虑在内，使得结果更加准确。实证分析得到的结果表明：现阶段我国资本市场对于企业发布的社会责任信息反应敏感，从时间维度和行业维度分析，这种反应的敏感程度差异性明显；此外，企业社会责任报告的质量高低与上述市场反应的敏感程度呈正向相关关系。这些结论对于促进企业履行社会责任、加快建立我国的企业社会责任评价体系具有一定的启示意义。

关键词：企业社会责任报告；事件分析法；累计异常收益率

Abstract

In china, corporate social responsibility reports have went through ten-year development since 2006, the first year that Chinese companies released corporate social responsibility reports. Recently, increasing number of guidelines and regulations for corporate social responsibility reports have been introduced and all parties, including governments of different levels and capital market, pay much attention to corporate social responsibility. As the carrier of disclosing economic, social and environmental information, the first priority of corporate social responsibility report is to send the corporate social responsibility information to the corporate's internal and external stakeholders. According to the international experience, investors will attach more importance to corporates' social responsibility information disclosure with the development of social responsibility and the maturity of the capital market, so that the demand from capital market for corporate social responsibility reports will also increase rapidly. In this paper, corporate social responsibility reports released by Chinese companies are research objects, and the research on the relationship between releasing social responsibility report and stock price has great practical significance.

In this paper, listed companies in A-share market from 2010 to 2014 are selected as sample. Event study and two-way fixed effect model using cluster-robust error, are empirical methods of this paper, which research the influence of releasing corporate social responsibility reports on stock price and the impact of quality of corporate social responsibility reports. In the event study analysis, horizontal comparison from time and longitudinal comparison from industry are considered, which contributes to study on the change of sensitivity of the company's stock price reaction to social responsibility report and industry difference of this reaction. The two-way fixed effect model using cluster-robust error could eliminate the disturbance terms' autocorrelation and include time effect, which makes regression results more accurate. The analysis results show that our capital market' reaction to releasing corporate

social responsibility information are sensitive at the present stage, and obvious difference exists in the time dimension and industry dimension analysis. In addition, the quality of corporate social responsibility report and the sensitive degree of the market reaction are positive correlation. These conclusions will bring enlightenment in promoting the enterprises to fulfill their social responsibilities and accelerating the establishment of corporate social responsibility evaluation system in china.

Key words: Corporate Social Responsibility Report; Event Study Methods; Cumulative Abnormal Return

目 录

导 论	1
一、选题背景与意义	1
二、研究思路与研究方法	3
三、本文的结构安排	4
四、本文的主要贡献与不足	4
第一章 理论概述与文献综述	6
第一节 理论概述	6
一、企业社会责任理论	6
二、利益相关者理论	8
三、有效资本市场理论	10
四、信号传递理论	15
五、社会责任投资理论	16
第二节 相关文献综述	18
一、企业社会责任信息计量的文献综述	18
二、企业社会责任信息披露实证分析的文献综述	21
第二章 研究设计	25
第一节 研究假设	25
第二节 样本选取和数据来源	26
第三节 研究模型设计	27
一、事件分析法的实证研究设计	28
二、面板数据分析的实证研究设计	31
第三章 实证检验与结果分析	34
第一节 描述性统计	34
第二节 事件分析法研究结果	36
一、 α 值和 β 值的估计	36

二、窗口期内异常收益率分析.....	36
三、行业分组研究.....	46
第三节 面板数据回归结果	48
一、平稳性检验.....	48
二、面板数据回归结果.....	49
第四节 稳健性检验	52
第四章 结论与政策建议	55
第一节 研究结论	55
第二节 政策建议	56
[参考文献]	59
致 谢	63

Contents

Introduction	1
1. Significance of the Selecion about Subject	1
2. Research Method of Subject	3
3. Structure of Chapter	4
4. Contributions and Deficiencies of the Paper	4
Chapter 1 Summary of Theory and Literature	6
1.1 Summary of Theroy	6
1.1.1 Theory of Corporate Social Responsibility	6
1.1.2 Stakeholder Theory	8
1.1.3 Theory of Efficient Market	10
1.1.4 Signal Theory	15
1.1.5 Theory of Social Responsibility Investment	16
1.2 Summary of Literature	18
1.2.1 Summary of Measure of Corporate Social Responsibility	18
1.2.2 Summary of Disclosure of Corporate Social Responsibility	21
Chapter 2 Research Design.....	25
2.1 Assumptions	25
2.2 Data Description	26
2.3 Model Design.....	27
2.3.1 Design of Event Study	28
2.3.2 Model of Panel Data Analysis.....	31
Chapter 3 Empirical Analysis and Results	34
3.1 Descriptive Statistics.....	34
3.2 Results of Event Study.....	36
3.2.1 Estimate of α and β	36

3.2.2 Abnormal Return during the Window Period	36
3.2.3 Research on Industry Groups	46
3.3 Results of Panel Data Analysis	48
3.3.1 Stationary Test.....	48
3.3.2 Regression Results of Panel Data	49
3.4 Robust Test	52
Chapter 4 Conclusions and Policy Implications	55
4.1 Conclusions	55
4.2 Policy Suggestions	56
References	59
Acknowledgements	63

厦门大学博硕士论文摘要库

导 论

一、选题背景与意义

企业社会责任理论是由西方学界提出的,该理论认为公司除了追求经济目标,还应该担负起一些更高层次的责任,就是社会层面的责任,而这是由企业的社会属性所决定的。这一理论随着经济的不断发展和社会的不断进步,逐渐被许多国家所认可,现如今世界各国都越来越重视企业社会责任的履行。企业社会责任(简称 CSR, Corporate Social Responsibility)指的是公司经营的目标不能局限于为公司股东盈利或赚钱这一目的,还需要承担相应的社会责任,最大程度地增加自己的员工、消费者等利益相关者的社会利益。而这些利益应该涵盖员工的福利、消费者的权益、供应商的利益、债权人的利益、环境的可持续发展和社会公益等。公司作为社会经济中的主体,其经营理念和发展状况,关乎一个国家的经济繁荣和社会稳定等重大问题。

早在 18 世纪,以亚当·斯密为代表的古典经济学派提出了关于企业的生产责任,这一观点可以看作是企业社会责任的思想起源。进入 19 世纪以后,欧美生产力水平快速提高,但也伴随着不少企业社会责任的缺失,从而导致了环境的污染和破坏,资源被粗放地利用,消费者权利得不到保障,员工受到剥削等。在这样的背景下,欧美等国兴起了社会责任运动,以抗议企业的社会责任缺失行为,这种运动的影响范围逐渐增大。在学术界,企业社会责任的研究开始变得引人注目,并且在众多学者地推动下,不断地发展壮大,至今仍旧是全世界热门的研究方向。

企业社会责任理念在中国也经历了一个不断发展完善的过程。在我国流传的古籍典藏中,就有反对过度利用自然资源的论断。建国初期,我国对于企业社会责任也有着较高的关注程度,当时国内的企业是以国有企业为主的,而且当时我国的经济体制是计划经济,所以国家要求国有企业在保证自身经营绩效的同时,还要关注企业各相关方的利益,可以说当时的国有企业承担了多元化的目标^[1]。改革开放以后,我国推行多种所有制并存的经济体制,这使得大量的民营企业如雨后春笋般不断涌现,激活了市场的活力,同时我国也打开了对外开放的大门,

放开了外商进入中国的限制,引入了西方先进的现代企业制度。在改革的过程中,政府大力推行市场经济,国有企业面临改革,这一改革造成了大量的下岗职工,同时企业的经营也面临了许多困境,这些都给企业的利益相关者造成了不同程度的损害。可以说这一时期的企业首先要保证不能倒闭,还没有更多能力去担负起更高层次的社会责任。随后在 20 世纪 90 年代,改革带来的制度红利开始逐步显现,我国企业的经营绩效也越来越好,中国经济处在了很好的发展轨道之中,在成功加入 WTO 之后,中国的产品和服务在世界上的影响力越来越大。但是,这一时期我国企业社会责任问题却是被推到了风口浪尖,如中国企业产品质量问题、中国企业的用工问题、劳工权益问题等^[2],这些问题被当作是我国企业的不正当竞争行为和社会责任缺失行为,因此企业内在的可持续发展需要和外在的走向世界的趋势都促使中国必然选择社会责任理论。

近些年来,国内企业社会责任缺失事件频发,消费者、公众媒体等呼吁企业切实履行社会责任的声音越来越大,关于企业社会责任的议题成为了社会关注的焦点。2005 年我国发生了苏丹红事件,在华肯德基将工业染料苏丹红用在食品当中,这一染料会对人体有致癌作用;2008 年掺有三聚氰胺的婴幼儿奶粉在市面上流通,劣质奶粉造成了许多婴儿不同程度的损害;从 2010 年开始在华富士康公司共发生了数十起跳楼事件,这一事件在国内外持续发酵,而富士康方面却反映冷漠;2010 年中石化在大连发生了漏油事件,造成了大连海域数百平方公里受到了原油的污染,善后工作要耗费数亿元;2013 年网易纵容第三方恶意软件挂靠在其网站窥探用户信息,网易更是根据邮箱用户的隐私信息来做广告推送;2015 年天津自贸区发生了爆炸事件,造成了严重的人员伤亡,调查结果确认是一起重大生产安全责任事故……这些社会责任缺失事件的发生引发了社会各界对于企业社会责任履行的高度关注,企业社会责任相关制度法规的建立与完善迫在眉睫。

进入新世纪以来,我国特别强调可持续发展与和谐社会的创建,而企业社会责任理论恰恰反映了和谐社会的思想,所以追求企业社会责任,用企业社会责任理念来规范企业的行为,是我国的必然选择。近年来我国政府也是对于企业承担社会责任方面提出了诸多规范^[3]:2005 年修订的《公司法》在总则中强调了企业社会责任的重要性,提出了公司需要承担社会责任;2006 年 9 月,深交所为了

引导上市企业履行应尽的社会责任，制定了《上市公司社会责任指引》，并鼓励企业自愿披露社会责任报告；2007年12月，我国政府部门出台了《关于中央企业履行企业社会责任的指导意见》，明确将企业社会责任作为国有企业建立现代企业制度和提高综合竞争力的重要内容；2010年我国政府机关下发通知——《企业内部控制应用指引第4号——社会责任》，强调公司需履行相应的社会责任，并要求公司将其社会责任信息在内部控制评价报告之中披露出来^[4]。

由于企业社会责任理念在国内的发展时间还比较短，关于企业社会责任的各项法规和制度还不够完善，因此有必要对于国内企业社会责任发展的相关问题继续做深入地研究。本文就是在我国公司的社会责任意识不断深化的背景下，来对国内企业社会责任报告在我国资本市场中的价值进行研究。本文以我国A股上市公司为研究样本，重点研究企业社会责任报告作为一种公司公开信息是否会对公司股价带来影响，并且验证这种影响是否和企业社会责任报告的质量相关。这一研究得出的结论对于国内企业社会责任研究与实践都很有意义：

(1) 有利于推动国内企业社会责任理念的发展与普及，促进企业自觉担负起应尽的社会责任；(2) 关于企业社会责任报告这一信号有效性的研究结论，能够为资本市场上的社会责任信息使用者进行投资实践提供指导和参考；(3) 为政府制定规范和政策、建立完善社会责任信息披露体系和加快设立相关法律法规提供参考意见。

二、研究思路与研究方法

本文采用实证的方法来对企业社会责任报告发布与公司股价反应之间关系进行研究。近年来，国内关于企业社会责任的法规不断推出，社会各方对于企业履行社会责任的关注度也在不断提高，公司发布的企业社会责任报告作为一种向市场传递的信号会受到投资者的关注，而报告发布后所引起的股票价格的反应则可以衡量投资者对于公司企业社会责任的关注程度，因此本文选取事件分析法来对公司发布企业社会责任报告所引起的公司股价反应进行研究。

由于国内企业社会责任理念处在一个不断发展的过程中，不同时期市场对于发布的企业社会责任信息的反应敏感程度会有差异，对此本文沿着时间的顺序来研究最近5年社会责任报告发布所引起的市场反应，并通过不同时期之间的比较得出企业社会责任信息传递效果在国内的发展变化趋势。此外，由于行业的差异

性,不同行业的企业所需要承担的社会责任内容也会有不同,从而市场对于不同行业的社会责任信息发布其反应也会有所不同,本文也会对此差异性进行验证。

企业社会责任报告作为对公司社会责任表现情况的概括和总结,能够将企业的社会责任信息传递给信息的需求者。在资本市场中,投资者关注企业社会责任报告时,会对报告的质量比较关注,这一指标很大程度上会影响投资者对于企业社会责任履行的判断,因此本文运用面板数据分析法来研究公司股价对社会责任报告发布的反应程度和报告质量高低的相关性。

三、本文的结构安排

本文的结构安排如下:

导论部分,主要阐述本文的选题背景及其研究意义,并简要地介绍研究的思路和研究方法,最后对于文章的结构安排、主要贡献和不足之处进行说明。

第一章,理论概述和文献综述。对本文研究时用到的理论进行概述,并介绍该理论和本文研究内容的关联性;介绍国内外在企业社会责任领域的研究成果,并作简要的评价。

第二章,研究设计。在前一章基础理论阐述及重要文献回顾借鉴的基础上,首先就公司股价变动与企业社会责任报告的发布、社会责任报告质量等因素的相关性提出了研究假设,然后对样本选择与数据来源进行了说明,最后是对本文运用事件分析法和面板数据分析法的研究过程进行的说明,以及模型中变量的定义。

第三章,实证检验与结果分析。首先是本文样本的描述性统计,随后利用事件分析法来分析企业社会责任报告发布这一信号在资本市场上能否引起公司股价的变动,并对于不同年份之间、不同行业之间的差异性进行比较,然后利用面板数据分析法来研究股价反应与发布社会责任报告质量的相关性;最后是对实证结果的稳健性检验。

第四章,结论与政策建议。在总结本文研究结论的基础上,得出本文的政策建议,并展望未来继续研究的方向。

四、本文的主要贡献与不足

1、本文的主要贡献

第一,本文利用事件分析法研究了我国上市公司股价对于公司发布企业社会责任报告的反应,并且比较了各个时期之间反应程度的差异性,从而得出我国企

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.